

게임/인터넷

Jan 23, 2013

>> Top Picks

종목명	투자 의견	목표주가(12M)
엔씨소프트	Buy	320,000원 (하향)
컴투스	Buy	65,000원 (하향)
게임빌	Buy	153,000원 (유지)
NHN	Buy	342,000원 (유지)
다음	Buy	140,000원 (유지)

혼돈의 시기, 투자판단의 기준은? (4Q12 preview)

주가 변동은 심했으나 실적은 기존 예상과 변동이 크지 않아

최근 게임/인터넷업종 주가 변동성이 크게 확대되었다. 온라인게임업종의 경우 2012년 연중 큰 폭 조정이 4Q까지 이어졌으며 최근 모바일게임 업종도 4Q 들어 큰 폭의 조정을 겪는 등 변동성이 크게 확대되었다. 인터넷업종도 시장의 기대와 달리 4Q에 큰 폭의 조정을 겪었다. 그러나 실제 관련 종목들의 4Q 실적이 이런 큰 폭의 주가 변동을 설명해줄 수 있기에 충분할 만큼의 내용은 아닌 것으로 파악된다. 일부 종목에 대하여는 목표주가를 조정해야할 사안이 발생하였으나 전반적으로는 적정주가 대비 괴리율이 커진 상황이다.

온라인게임 저평가 국면; 모바일게임은 변화의 과도기

엔씨소프트를 비롯한 온라인게임주들은 모바일의 영향을 과도하게 의식한 시장의 우려가 반영되면서 2012년 연간으로 큰 폭의 조정을 겪었다. 그러나 실제 실적 내용이 이러한 주가 조정을 설명하기에는 지나치게 견조하거나, 그렇지 않더라도 리그오브레전드 등 외산게임의 영향에 따른 일시적인 내용일 뿐 온라인게임 산업은 국내외적으로 시장 확대를 지속하고 있다. 따라서 큰 폭의 조정을 겪은 온라인게임주들에 대한 관심환기가 여전히 필요하며, 현 주가 수준들은 중장기적으로 볼 때 절대적으로 기회 영역이라는 기존의 견해를 유지한다.

모바일게임은 여전히 장기 성장의 초입이고 시장 선점 업체들의 어드밴티지가 쉽게 희석될 수 없다는 기존의 견해를 유지한다. 다만 최근 카카오톡이나 라인 등 IMM(instant mobile messenger)이 게임 플랫폼으로 대두되면서 게임 개발사들의 대응이 엇갈리고 있는 상황으로, 시장 성장 초입에 새로운 플랫폼이 등장하며 변화의 소용돌이를 더욱 격하게 만들고 있다. 이럴 때일수록 투자 판단에 있어 기준을 확고히 할 필요가 있다.

인터넷 업종: 광고 플랫폼으로서의 가치 확대 지속 + 2강 체제 강화

인터넷업종의 경우 광고 플랫폼으로서의 가치가 지속적으로 제고되고 있는 것으로 판단된다. 경기침체 영향이 4Q에도 지속된 것으로 판단되나 NHN과 다음의 시장 지배력 및 2강체제는 지속적으로 강화되고 있는 것으로 판단된다.



| 인터넷/게임/미디어 |

수석연구원 이대우

3771-9252

dlee0724@iprovest.com

Contents

3	1. Summary
4	2. 업종별 현황 및 실적점검
4	2-1. 최근 게임/인터넷 업종 주가흐름에 관하여
6	2-2. 업종별 현황 및 실적점검
6	2-2-1. 온라인게임
8	2-2-2. 모바일게임
11	2-2-3. 인터넷
13	3. Valuation
	기업분석
14	엔씨소프트(036570): TP 320,000 원 _ 2012 년 이후 제 2 의 성장 기대
16	게임빌(063080): TP 153,000 원 _ 모바일게임 top tier
18	컴투스(078340): TP 65,000 원 _ 아쉬운 선택
20	NHN(035420): TP 342,000 원 _ 인터넷 업종 top tier
22	다음(035720): TP 140,000 원 _ 오버추어와의 결별, 결국은 약이 될 것

1. Summary

**최근 확대된 주가 변동성
대비 4Q 실적은 예상 대비
큰 변동은 없어**

최근 게임/인터넷업종 주가 변동성이 크게 확대되었다. 온라인게임업종의 경우 2012년 연중 큰 폭 조정이 4Q까지 이어졌으며 최근 모바일게임 업종도 4Q 들어 큰 폭의 조정을 겪는 등 변동성이 크게 확대되었다. 인터넷업종도 시장의 기대와 달리 4Q에 큰 폭의 조정을 겪었다. 그러나 실제 관련 종목들의 4Q 실적이 이런 큰 폭의 주가 변동을 설명해줄 수 있기에 충분할 만큼의 내용은 아닌 것으로 파악된다. 일부 종목에 대하여는 목표주가를 조정해야할 사안이 발생하였으나 전반적으로는 적정주가 대비 괴리율이 커진 상황이다.

**온라인게임 업종은 저평가
국면: 기획의 영역**

엔씨소프트를 비롯한 온라인게임주들은 모바일의 영향을 과도하게 의식한 시장의 우려가 반영되면서 2012년 연간으로 큰 폭의 조정을 겪었다. 그러나 실제 실적 내용이 이러한 주가 조정을 설명하기에는 지나치게 건조하거나, 그렇지 않더라도 리그오브레전드 등 외산게임의 영향에 따른 일시적인 내용일 뿐 온라인게임 산업은 국내외적으로 시장 확대를 지속하고 있다. 따라서 큰 폭의 조정을 겪은 온라인게임주들에 대한 관심환기가 여전히 필요하며, 현 주가 수준들은 중장기적으로 볼 때 절대적으로 기회 영역이라는 기존의 견해를 유지한다.

**모바일게임 업종은 여전히
성장의 초입이나 카카오톡
등 신규 플랫폼 등장으로
혼란: 투자 판단에 있어
확고한 기준 필요**

모바일게임은 여전히 장기 성장의 초입이고 시장 선점 업체들의 어드밴티지가 쉽게 희석될 수 없다는 기존의 견해를 유지한다. 다만 최근 카카오톡이나 라인 등 IMM(instant mobile messenger)이 게임 플랫폼으로 대두되면서 게임 개발사들의 대응이 엇갈리고 있는 상황으로, 시장 성장 초입에 새로운 플랫폼이 등장하며 변화의 소용돌이를 더욱 격하게 만들고 있다. 이럴 때일수록 투자 판단에 있어 기준을 확고히 할 필요가 있다.

**인터넷 업종: 경기침체
영향 그러나 광고플랫폼
가치 제고 지속**

인터넷업종의 경우 광고 플랫폼으로서의 가치가 지속적으로 제고되고 있는 것으로 판단된다. 경기침체 영향이 4Q에도 지속된 것으로 판단되나 NHN과 다음의 시장지배력 및 2강체제는 지속적으로 강화되고 있는 것으로 판단된다.

2. 업종별 현황 및 실적 점검

2-1. 최근 게임/인터넷 업종 주가흐름에 관하여

**4Q 들어 확대된 주가
변동성: 대체로 예상 밖의
흐름**

최근 4Q들어 게임/인터넷업종 전반의 주가상 변동성이 크게 확대되었다. 시장은 4Q에도 지속된 엔씨소프트의 주가 하락의 원인을 찾는데 부신했으며 연중 내내 초강세를 유지해오던 모바일게임 업종도 실적 차별성에 따른 주가 조정이 큰 폭으로 나타났다. 또한 상대적으로 안전지역으로 여겨져 온 NHN 역시 4Q 들어 주가 하락폭이 상당했으며 4Q 초 큰 폭의 주가 조정을 겪은 다음의 경우 오히려 4Q 중반 이후 안정된 흐름을 보여주기도 하는 등 펀더멘털에 근거한 시장의 일반적인 예상과 주가흐름은 어긋나는 경우가 더 많았던 것 같다.

이러한 바탕에는 과거 어느 때보다도 수급적인 요인이 가장 두드러지게 된 데 따른 것으로 파악된다. 2012년 들어 대차잔고 증가가 큰 폭의 주가하락으로 이어지는 상황이 반복되어 왔으며 마이너한 고려사항 중 하나에 지나지 않던 대차잔고 상황이 현재는 가장 최우선적으로 감안해야 하는 주요 변수로 떠올랐다.

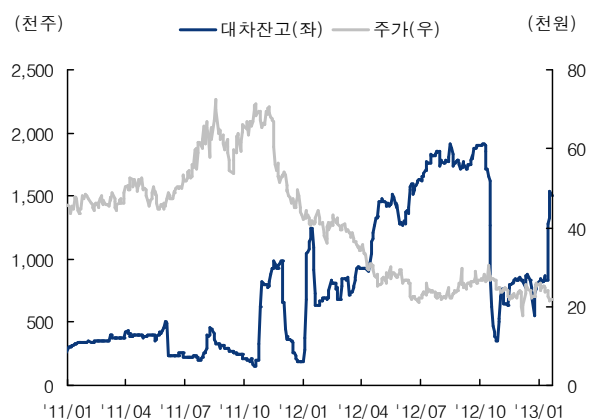
최근 대차잔고 상황을 보면 대차잔고 증가 → 주가 하락 → 대차잔고 감소로 안정화되는 흐름으로 기대를 모았다가 다시 급격하게 대차잔고가 증가하거나(엔씨소프트, 네오위즈게임즈, NHN) 혹은 대차잔고가 꾸준히 신고점을 갱신하는 등(컴투스, 다음) 불안한 모습을 보이고 있다. 최근의 주가흐름들은 펀더멘털한 부분에서 설명할 여지가 많지 않으나 1) 명백하게 수급적 요인이 현재 가장 두드러진 요인이라는 점과 2) 그로 인한 주가 상의 변동성이 전반적인 투자자들이 감내하기 힘든 수준이었다는 점을 감안시 이러한 부분은 참고하는 것이 바람직하다는 판단이다.

도표 1. 엔씨소프트 주가 vs 대차잔고



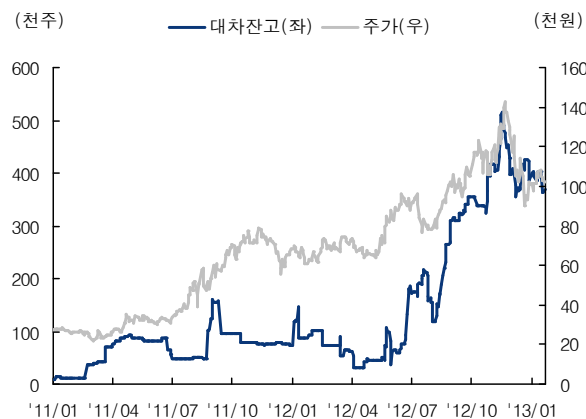
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

도표 2. 네오위즈게임즈 주가 vs 대차잔고



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

도표 3. 게임빌 주가 vs 대차잔고



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

도표 4. 컴투스 주가 vs 대차잔고



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

도표 5. NHN 주가 vs 대차잔고



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

도표 6. 엔씨소프트 주가 vs 대차잔고



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

2-2. 업종별 현황 및 실적 점검

2-2-1. 온라인게임

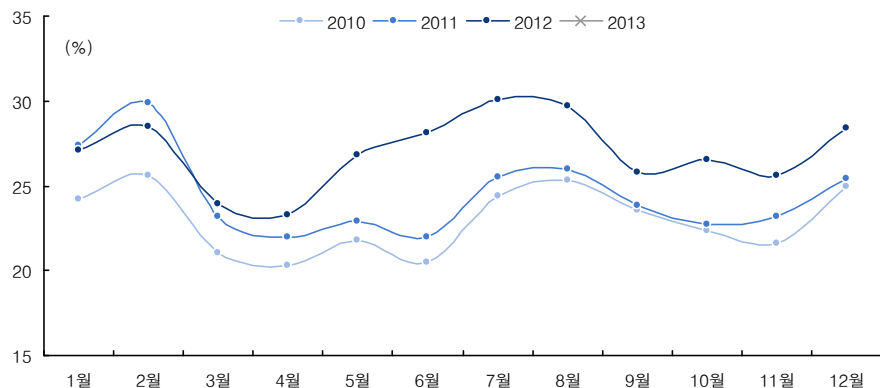
PC방 가동률은 레벨업 된
채로 유지 중:
리그오브레전드의 열풍에
힘입은 것

온라인게임 업종: 2012년
큰 폭의 시장 성장 추정

PC방 가동률 상황을 보면 지난 5월 디아블로3 상용화를 계기로 레벨업된 수준이 연말까지 이어지고 있음이 확인된다. 디아블로3에서 리그오브레전드로 PC방의 유행이 이어지며 PC방 가동률의 고공행진이 이어지는 형국이다. 역으로 말하자면 현재는 PC방 가동률을 레벨업시킬 정도로 리그오브레전드의 열풍이며, 이는 국내에 국한되지 않은 글로벌한 현상이다. 흡사 과거 IMF 직후 스타크래프트의 열풍이 다시 찾아온 듯하다.

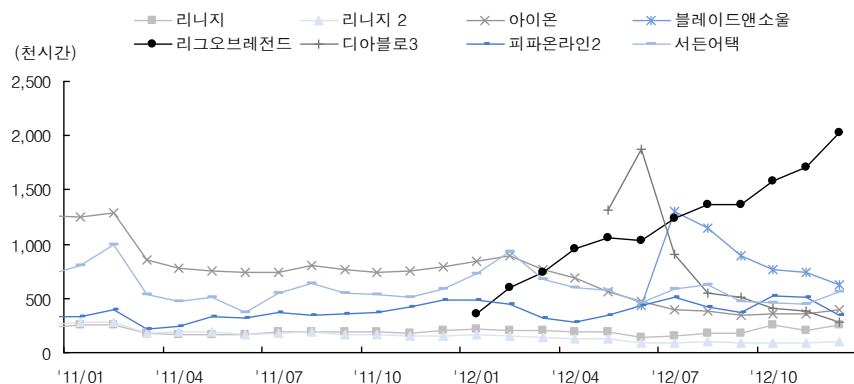
2012년 국내 온라인게임 업체들은 이로 인한 유저 이탈과 실적상의 아픔을 감수해야 했다. 그러나 국내 온라인게임 산업 전체로는 2012년 큰 폭 성장을 지속한 것으로 추정된다. 우리는 레벨업된 PC방 가동률을 감안시 게임백서의 예상(20%대 중반)과 달리 30% 이상의 시장 성장이 있었을 것으로 추정한다.

도표 7. PC 방 월평균 가동률



자료: 게임트릭스, 교보증권 리서치센터

도표 8. 게임별 PC 방 사용시간 추이



자료: 게임트릭스, 교보증권 리서치센터

엔씨소프트, 4Q 실적은
시장의 기대를 충족할 듯

엔씨소프트는 4Q 시장의 기대에 충족하는 영업이익 1천억원 규모 달성이 가능할 것으로 추정된다.

도표 9. 엔씨소프트 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)

	4Q12E			2013E		
	수정전	수정후	차이(%)	수정전	수정후	차이(%)
매출액	257.8	260.0	0.9%	917.3	870.5	-5.1%
영업이익	99.1	95.9	-3.2%	294.1	252.4	-14.2%
영업이익률	38.5	36.9		32.1	29.0	
세전사업이익	102.7	99.5	-3.1%	308.4	266.8	-13.5%
당기순이익	85.0	82.5	-2.9%	231.3	200.1	-13.5%

자료: 교보증권 리서치센터

리니지, 리니지2와
아이온의 부진을 만회.
아이온은 1Q 이후 기대

기존 게임의 경우 지난 4Q 사상 최대 동점을 기록한 리니지의 기대 이상의 호조로 리니지2, 아이온의 부진을 만회한 것으로 보인다. 아이온은 ver 4.0 업데이트가 연말에 이루어짐으로써 4Q 중 트래픽 회복 효과가 거의 없었던 점이 예상 하회 요인이었으나 최근 프로모션 효과는 신작 아키에이지의 동점 수준을 넘어서고 있어 1Q 해외 매출의 부진에도 불구하고 QoQ 개선이 기대된다.

길드워2 견조. 그러나
박스판매 급감 추세를 반영

길드워2는 박스판매 300만장 및 현금아이템 매출 200억원의 목표치를 달성한 것으로 파악된다. 박스판매 감소에도 불구하고 현금아이템 매출은 상대적으로 견조할 것으로 기대되며, 3Q 경 확장팩 발매를 기대한다. 다만 박스판매 감소 추세가 예상을 능가하고 있어 2013년도 박스판매 예상치를 다소 하향조정하였다. 한편 확장팩 발매 시기를 4Q에서 3Q로 조정하였다.

블레이드앤소울의 국내
서비스 상황은 실망스러움

최근 동사에 대한センチメント는 블레이드앤소울의 국내 서비스 상황에 눈높이가 맞춰져 있었던 것으로 파악하고 있는데, PC방 트래픽 감소 상황이 최근까지도 부진했던 주가 흐름을 어느 정도 설명해주고 있다고 판단한다. 리그오브레전드가 맹위를 떨치는 가운데 블레이드앤소울의 최근 일일 PC방 사용시간은 40만시간을 하회하며 서든어택에 2위자리를 내주고 말았으나 애초에 연말까지 업데이트되기로 약속되었던 PvP 콘텐츠는 아직도 미진한 상황이다. 회사측에 문의 결과 회사측에서는 현재의 업데이트 속도에 대해 크게 문제를 못 느끼고 있는 것으로 파악되어 시장이나 유저들의 눈높이와 괴리를 드러내고 있다. 풍부하고 다양한 콘텐츠의 부재와 단순 반복적인 콘텐츠 내용 그리고 느린 업데이트 속도 등은 리그오브레전드로 인해 예상과 어긋나버린 트래픽 상황을 감안하더라도 여전히 실망스러운 게 사실이다. 따라서 본사 개발진의 체질개선은 반드시 이루어져야 한다는 판단이다.

블레이드앤소울의 국내 서비스 부진 상황은 기대치를 하회한 것으로 4Q 및 2013년 이후 블레이드앤소울 국내 서비스 관련 숫자들을 보수적으로 조정하였다. 여기에 더하여

해외법인의 블레이드앤소울 서비스 시점 조정 역시 2013년 추정치 하향조정 요인이다.

그러나 게임 포트폴리오의 개선, 서비스지역의 확장 등 거시적 측면의 개선이 이를 압도함

그럼에도 불구하고 블레이드앤소울의 국내 서비스 부진이 동사에 대한 가치를 갉아먹는 부분은 미미하다는 판단이다. 우리는 여전히 2013년 중반기 예정되어 있는 블레이드앤소울의 중국 서비스를 필두로 길드워2 확장팩 및 중국 서비스, 2014년 와일드스타 상용화 및 길드워2 국내 서비스, 2015년 이후 리니지이터널 상용화 등 동사는 1) 다양한 성격을 가진 대작 게임의 연이은 출시와 2) 단일 게임에 대한 서비스 지역의 본격적인 글로벌 확장 등으로 유례없는 성장국면으로 들어가고 있다고 확신한다.

블레이드앤소울 중국 서비스는 여전히 기대할 만하다

블레이드앤소울은 중국 서비스가 본 게임이라는 측면에서 볼 때 1) 자유도가 낮고 경쟁 중심인 게임 특성이나 2) 국내 유저 입장에서 여전히 미진한 콘텐츠 업데이트 상황 등은 익스큐즈가 가능하고, 퍼블리셔인 텐센트의 프로모션 능력이나 한국 게임에의 의존도 등을 감안시 올 봄 이후 중국발 모멘텀은 기대할 만하다. 다만 앞서 2-1.에서 언급한 수급상의 불안요인은 단기적으로 염두에 두어야 할 것이다.

엔씨소프트 외 온라인게임 top tier 업체들, 전반적으로 저평가 상황

온라인게임 전반적으로 악화된 섹터로 인해 큰 폭의 조정을 받은 현재 상황은 기회요인이라는 판단이다. 온라인게임 시장의 성장의 열매는 편당 100억원 이상 개발비를 부담할 수 있으면서 해외시장 개척의 여력이 있는 네오위즈게임즈, 웹젠, 드래곤플라이 등 top tier 업체들로 국한될 것이며, 안정된 캐시카우를 바탕으로 신작 파이프라인을 확실히 준비해온 온라인게임 업체들의 향후 실적 성장이 기대된다.

2-2-2. 모바일게임

최근 카카오톡 등 신규 플랫폼이 더욱 복잡한 변화를 야기

모바일게임 시장은 여전히 성장의 초입에 있다는 판단이다. 따라서 변화의 속도가 빠르는데 여기에 최근 카카오톡 라인 등 IMM(instant mobile messenger)이 강력한 게임 플랫폼을 제공하면서 더욱 복잡한 변화를 야기하고 있는 상황이다.

우리는 카카오톡 등 신규 플랫폼들이 모바일게임 시장 확대의 최대 수혜자 중 하나라는 점은 부인하지 않으며, 모바일게임 시장 저변 확대라는 측면에 있어서 큰 공을 세우고 있음을 인정한다. 그러나 이들 신규 플랫폼의 ‘간택’을 받아 게임을 올리는 게임 개발사 입장은 그리 긍정적이지만은 않음을 주목해야한다고 본다.

신규 플랫폼들은 자체 플랫폼의 가치 제고가 최우선시함을 인지해야

카카오톡 등 신규플랫폼은 지속적으로 스스로 플랫폼의 가치를 제고하기 위해 게임업체 등 콘텐츠 제공 업체들이 끊임없이 자신들의 플랫폼에 의존하기를 원한다. 따라서 이들 플랫폼을 통해 개별 게임의 흥행에 성공한다 하더라도 차기 신규 게임에 대하여 여전히 자신들의 플랫폼에의 의존도는 높게 유지되길 바란다. 즉, 개별 게임이 성공하더라도 해당 게임 개발사의 자생력이 커지는 상황은 달갑지 않다. 이러한 부분은 1) 카카오톡 게임들이 푸쉬마케팅이 금지되어 있고 2) 고객 DB가 온전히 공유되지 않으며

3) 게임 개발사의 이름이 (최근 들어서는) 명시되지 않고 있음을 통해 간접적으로 확인된다.

도표 10. 카카오톡 게임센터 초기 모습



자료: 구글이미지, 교보증권 리서치센터

도표 11. 카카오톡 게임센터 최근 모습



자료: 자체 캡처, 교보증권 리서치센터

일정 규모 이상의 자체
고객DB 및 DAU 확보는
모바일게임 사업에 있어
핵심

게임빌과 컴투스 등 자체적으로 수백만 규모의 DAU와 수천만 이상의 고객 DB를 확보하고 있어 신작 게임에 대하여 푸쉬마케팅을 통해 일정 규모 이상의 신규 유저를 확보하고 서비스를 시작할 수 있다는 강점이 있다. 이와 같은 게임 유저풀의 롤오버는 지속적이고 안정적인 사업계획 수립과 실적 추정이 가능하게 해주는, 모바일게임 개발사 입장에서 가장 핵심적인 요인이다.

최근 카카오톡은 고객DB나
푸쉬마케팅 외 개발사
브랜드 가치 상승도
제한하고 있음

그러나 카카오톡 등 외부 플랫폼이 푸쉬마케팅과 고객DB의 온전한 공유를 허용하지 않고 있어 동 플랫폼에 의존적일 수밖에 없는 많은 게임 개발사들이 자생력을 갖고 독립할 수 있는 시점이 지연되고 있다. 게다가 예전에는 게임 이름과 더불어 개발사 이름이 표시되었는데 최근에는 개발사 이름을 볼 수가 없는데, 이는 고객 DB 측면 뿐 아니라 개발사를 보고 게임을 고르는 가능성을 차단함으로써 개발사의 브랜드 파워가 강화되는 가능성도 제한하였다. 게임을 선택하고 나면 개발사의 로고가 뜨겠지만 게임을 선택하기 전에 개발사를 확인할 수 있는 것과는 차이가 크다.

게임빌 컴투스의 플랫폼
가치도 무시될 수 없을 것

한편 신규 개발사 입장에서라면 플랫폼이 아쉬울 수밖에 없는데 카카오톡 등 IMM 플랫폼의 ‘간택’을 받을 수 있는 게임 개발사의 수는 제한적일 수밖에 없으므로 게임빌 컴투스 등 자체적으로 상당 규모의 DAU를 확보하고 있는 개발사들 역시 강력한 게임 플랫폼으로 고려될 수밖에 없다. 비록 DAU 규모는 카카오톡 등과 비교할 수 없겠으나 이들이 확보하고 있는 DAU는 하드코어 모바일게임 유저들로서 질적인 측면(ARPU나 라이프사이클의 길이)의 차이가 매우 크다. 따라서 일각에서 제기되고 있는, ‘게임 개발사들이 IMM 플랫폼으로 몰려가서 게임빌 컴투스가 퍼블리싱할 게임이 없어지고 있다’는 주장은 허구에 불과하다는 판단이다.

도표 12. 게임빌 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)

	4Q12E			2013E		
	수정전	수정후	차이(%)	수정전	수정후	차이(%)
매출액	20.3	20.3	0.0%	91.8	91.8	0.0%
영업이익	5.6	4.5	-19.8%	34.0	29.0	-14.5%
영업이익률	27.4	22.0		37.0	31.6	
세전사업이익	7.5	6.3	-15.2%	38.7	33.6	-13.2%
당기순이익	5.4	4.5	-16.8%	31.4	27.2	-13.2%

자료: 교보증권 리서치센터

도표 13. 컴투스 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)

	4Q12E			2013E		
	수정전	수정후	차이(%)	수정전	수정후	차이(%)
매출액	24.9	20.9	-16.1%	119.9	113.6	-5.2%
영업이익	5.2	3.2	-37.7%	34.8	31.6	-9.3%
영업이익률	20.8	15.5		29.1	27.8	
세전사업이익	4.6	3.5	-25.1%	35.6	32.4	-9.1%
당기순이익	4.6	3.0	-36.1%	29.6	26.9	-9.1%

자료: 교보증권 리서치센터

게임빌 컴투스의 4Q 실적, IMM 플랫폼 대응 측면에서 갈린 듯

게임빌과 컴투스의 4Q 실적은 카카오톡 등 IMM 플랫폼에의 대응 측면에서 그 열쇠를 찾을 수 있을 것 같다. 게임빌은 초기 성장을 일구어낸 top 4 게임에 이어 추가 성장을 이어갈 차기 게임들의 서비스 안정화에 주력한 반면 컴투스는 예정된 신작 출시 일정을 미루고 카카오톡 게임센터에 지나치게 많은 역량을 할애했던 점이 실적부진으로 귀결되었을 것으로 추정된다. 컴투스는 기대를 모았던 골프게임과 낚시게임의 출시가 2월경으로 미루어져 1Q 실적 회복은 낙관적이나 2013년 출시 예정인 신작들 가운데 절반이 카카오톡 게임이라는 점이 우려사항이다. 모바일게임 사업에 있어 가장 중요한 자산은 양질의 유저를 지속적으로 롤오버시킬 수 있는 활용 가능한 고객 DB와 DAU의 절대 규모인데 동사의 현재 대응상황은 이에 다소 거스르고 있다는 판단이다. IMM 플랫폼을 통한 라이트 성향의 유저 유입은 기존 하드코어 유저풀의 확대/안정화가 전제되었을 때 비로소 의미가 있기 때문이다.

게임빌은 3Q 실적 호조의 동력이었던 신규 주력게임들(피싱마스터, 킹덤로얄, 몬스터 워로드, 펀치히어로)의 호조가 이어지며 우리가 직전 보고서에서 예상한대로 분기 최초 200억원 매출액을 기록할 것이 확실시되어 탑라인은 조정하지 않으나 지스타 참가로 인한 마케팅 비용이나 인센티브 수준을 조정하였다. 반면 컴투스는 주력 게임인 타이니팜의 DAU 감소가 눈에 띄고 신작 게임의 출시 지연 및 카카오톡을 통한 낮은 ARPU의 유저 유입이 두드러지는 가운데 IMM 플랫폼으로의 수수료 증가 부담 등이 매출 하향 및 수익성 악화의 주 요인인 것으로 추정된다.

2-2-3. 인터넷

인터넷업종은 경기 영향 지속, 그러나 광고 플랫폼으로서의 가치 제고 역시 지속

인터넷업종은 경기침체의 영향이 3Q에 이어 4Q에도 이어진 것으로 파악된다. 검색쿼리수의 감소 추세는 지속적이거나 쿼리당 매출 규모는 꾸준히 늘며 실적 성장이 이어지고 있다. 이는 인터넷 포털들이 기존에는 정보 확보의 창구로서의 역할 쪽에 가까웠다면 시간이 흐르면서 광고 플랫폼으로서의 성격이 강화되고(광고주 수 증가 및 광고 단가 상승), 인터넷 유저들의 이런 상황에 대한 인지도가 올라가는데 따른(검색 쿼리의 감소) 것으로 파악된다. 그런 한편 NHN과 다음의 2강 구도 강화는 계속 진행되고 있는 것으로 파악된다.

오버추어와의 결별 이후 다음의 광고단가 상승에 주목할 필요

4Q는 특히 다음에게 있어서 오버추어와의 결별 이후 독립을 준비하는 시기로 혼란의 시기였다. 오버추어와의 결별에 관하여 시장에서는 광고단가 상승의 측면보다는 단기 비용 증가라는 리스크요인에 초점이 맞추어지면서 상당폭의 주가 조정으로 이어진 바 있다. 그러나 우리는 광고주풀 통합 효과로 인한 광고단가 상승 가능성으로 인한 중기 모멘텀 확보로 보아 긍정적이라는 입장을 견지하고 있으며, 특히 최근 자체 검색광고 단가는 결별 이전 오버추어 수준의 115% 수준으로 시장의 예상보다 빠르게 올라오고 있으며 이것이 최근 동사 주가의 반등 모멘텀이었던 것으로 파악된다.

(회계 변경에 따라 이번 분기부터 기타 영업손익이 영업외로 반영되어야 하나 우리는 기존 포맷대로 기술할 것임을 밝혀둔다.) NHN과 다음 모두 4Q는 경기의 영향으로 검색쿼리 수가 예상치를 하회하였다. NHN은 그러나 디스플레이광고의 경우 예상치를 상회하는 성장을 시현한 것으로 이는 광고주수의 꾸준한 확대에 힘입은 바가 큰 것으로 추정된다. 매출액은 기준대비 하향조정되었는데 이는 검색쿼리의 감소폭 외에도 위닝일레븐 상용화 시점 조정 및 고포류 규제 영향 등이 반영되었다. 고포류 게임의 실적 부진을 모바일 쪽에서 피싱아일랜드 등이 일정부분 상쇄해준 것으로 추정된다. 한편 라인을 비롯한 해외 발 성장세는 4Q에도 이어진 것으로 추정된다.

다음은 검색쿼리 감소 및 오버추어 영업 종료에 따른 광고단가 하락 등이 조정요인이었으며 인센티브 생략은 이익단의 소폭 개선 요인이다. 13년 이익 예상치를 기존 대비 하향조정하였으며 이는 4Q 검색쿼리 전망치의 예상치 하회에 따라 경기 영향을 반영한 전반적인 하향 조정에 따른 것이며 자체 광고영업에 따른 인건비 마케팅비 등 비용부분 또한 좀더 보수적으로 조정한 데 따른 것이다.

도표 14. NHN 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)

	4Q12E			2013E		
	수정전	수정후	차이(%)	수정전	수정후	차이(%)
매출액	660.1	634.8	-3.8%	2812.5	2724.5	-3.1%
영업이익	194.6	177.4	-8.8%	956.3	813.3	-15.0%
영업이익률	29.5	28.0		34.0	29.9	
세전사업이익	213.3	190.9	-10.5%	1017.6	871.3	-14.4%
당기순이익	149.7	132.5	-11.5%	744.0	637.0	-14.4%

자료: 교보증권 리서치센터

도표 15. 다음 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)

	4Q12E			2013E		
	수정전	수정후	차이(%)	수정전	수정후	차이(%)
매출액	124.9	119.0	-4.8%	532.5	534.1	0.3%
영업이익	29.6	25.2	-15.0%	144.8	117.5	-18.9%
영업이익률	23.7	21.2		27.2	22.0	
세전사업이익	34.2	29.8	-13.0%	159.6	132.2	-17.2%
당기순이익	26.8	23.3	-12.9%	122.9	101.7	-17.2%

자료: 교보증권 리서치센터

3. Valuation

엔씨소프트는 실적 조정 및 base year 변경에 따른 목표주가 하향, 투자의견 적극매수는 유지

엔씨소프트는 투자의견 적극매수를 유지하며, 목표주가는 1) 실적전망치 하향조정 및 2) base year 변경에 따라 기존 440,000원에서 320,000원으로 하향 조정한다. 다만 multiple의 경우 우리가 모바일게임에 적용하고 있는 P/E 27배를 동일하게 적용하였으며, 2012년 이후 유례없는 이익 성장 추세가 지속될 부분에 대한 premium을 고민한 바, 30%를 적용하기로 한 데 따른 것이다. 현재 시장의 눈높이는 많이 낮으나, 1) 글로벌 온라인게임 시장의 성장은 모바일게임보다 빠르며 2) 동사의 게임 및 서비스지역 포트폴리오가 레벨업되고 있다는 점 등을 감안시 모바일게임 혹은 과거 멀티플 대비 하향조정은 부적절하다는 판단이며, base year 변경(2013년)에 현 시장의 보수적 관점은 충분히 반영한 것으로 판단한다.

컴투스, 펀더멘탈상의 우려 반영, 목표주가 하향

게임빌의 경우는 기존 투자의견 매수와 목표주가 153,000원을 유지한다. 컴투스는 투자의견 매수를 유지하되, 실적 하향조정보다는 4Q12 이후 과도한 카카오톡 플랫폼에의 대응이라는 펀더멘탈 측면의 우려에 무게를 두어 기존 목표주가인 81,000원에서 65,000원으로 하향조정한다. 기존 멀티플인 P/E 27배에서 펀더멘탈 우려를 감안, 10%의 discount를 적용하였다.

NHN은 기존의 투자의견 매수와 목표주가 342,000원을, 다음에 대하여는 기존의 투자의견 매수와 목표주가 140,000원을 유지한다. 기존 대비 펀더멘탈상의 큰 변동은 없는 것으로 판단된다. 경기 영향으로 어닝 추정의 다소간의 하향은 있었으나 최근 한국 증시의 소외로 글로벌 peer들의 평균 멀티플이 상대적으로 상향조정된 점을 감안하였다.

엔씨소프트 036570

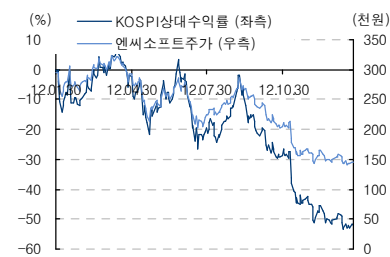
Jan 23, 2013

Strong Buy [유지]
TP 320,000원 [하향]

Company Data

현재가(01/22)	145,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	322,500 원
52 주 최저가(보통주)	141,500 원
KOSPI (01/22)	1,996.52p
KOSDAQ (01/22)	516.59p
자본금	109 억원
시가총액	31,863 억원
발행주식수(보통주)	2,190 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	30.9 만주
평균거래대금(60 일)	455 억원
외국인지분(보통주)	36.27%
주요주주	
NEXON CO., Ltd.	14.70%
김택진 외 6 인	10.35%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.0%	-32.8%	-49.9%
상대주가	-3.8%	-38.6%	-51.1%

2012년 이후 제2의 성장 기대

투자의견 적극매수 유지, 목표주가 320,000원으로 하향

엔씨소프트에 대한 투자의견 적극매수를 유지하며 목표주가는 1) 실적전망치 하향조정 및 2) base year 변경 등을 감안하여 기존 440,000원에서 320,000원으로 하향 조정함.

4Q 실적은 시장의 기대에 부합

4Q 실적은 영업이익 천억원 수준인 시장의 눈높이에 부합할 듯. 리니지와 길드워 2의 호조가 타 게임들의 부진을 상쇄. 블레이드앤소울의 국내 서비스 상황은 다소 실망스러우나 2012년 이후 이어질 이익 성장과 질적 개선 측면에 비하면 미미한 부분임

13년 상반기 어닝의 일시적 감소보다 하반기 이후 성장에 주목

동사의 2013년 상반기 이익은 4Q12 대비 감소가 불가피하나 2013년 중반으로 예정되어 있는 블레이드앤소울 중국 서비스 기대감에 초점. 2012년 이후로 동사는 전에 업던 3~4년 이상의 이익 성장과 게임 포트폴리오 및 서비스 지역의 본격 확장이라는 질적 개선을 보여줄 것임이 유력.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2010.12	2011.12	2012.12E	2013.12E	2014.12E
매출액 (십억원)	649.7	608.9	717.1	870.5	1,069.7
YoY(%)	2.4	-6.3	17.8	21.4	22.9
영업이익 (십억원)	242.5	135.1	139.6	252.4	351.2
OP 마진(%)	37.3	22.2	19.5	29.0	32.8
순이익 (십억원)	167.4	117.7	116.8	200.1	275.7
EPS(원)	7,656	5,529	5,346	9,156	12,620
YoY(%)	-11.3	-27.8	-3.3	71.3	37.8
PER(배)	27.2	55.6	28.2	15.9	11.5
PCR(배)	21.5	40.2	34.4	20.6	15.2
PBR(배)	5.7	7.9	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA(배)	14.5	38.7	17.1	9.8	7.1
ROE(%)	23.3	14.6	12.9	19.0	21.5



| 인터넷/게임/미디어 |

수석연구원 이대우

3771-9252

dlee0724@iprovest.com

[엔씨소프트 036570]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	650	609	717	870	1,070
매출원가	140	139	209	232	246
매출총이익	509	470	508	638	824
기타영업손익	267	335	369	386	473
판관비	267	334	391	398	489
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	-1	22	12	16
영업이익	243	135	140	252	351
조정영업이익	243	136	117	240	335
EBITDA	269	161	166	280	380
영업외손익	-27	22	16	14	16
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	23	23	17	16	18
금융비용	-1	-1	-1	-1	-1
기타	-48	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	215	157	156	267	368
법인세비용	53	40	39	67	92
계속사업순이익	167	118	117	200	276
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	167	118	117	200	276
비지배지분순이익	1	-3	0	0	0
지배지분순이익	167	121	117	200	276
매도가능금융자산평가	0	-2	0	0	0
기타포괄이익	0	-5	0	0	0
포괄순이익	167	111	117	200	276
비지배지분포괄이익	0	-2	0	0	0
지배지분포괄이익	167	113	117	200	276

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	217	139	134	213	284
당기순이익	167	118	117	200	276
비현금항목의 가감	44	46	53	84	108
감가상각비	19	21	23	25	26
외환손익	-2	0	0	0	0
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	26	25	30	59	82
자산부채의 증감	5	13	-13	-19	-24
기타현금흐름	0	-39	-23	-52	-75
투자활동 현금흐름	-246	-127	41	-88	-131
투자자산	13	-32	-32	-32	-32
유형자산	-38	-191	-165	-175	-40
기타	-222	95	238	119	-59
재무활동 현금흐름	-1	-12	-24	-12	-12
단기차입금	-1	2	-12	0	0
사채	0	-4	0	0	0
장기차입금	0	-5	0	0	0
유상증자	9	6	0	0	0
현금배당	-10	-12	-12	-12	-12
기타	0	1	0	0	0
현금의 증감	-34	0	234	101	-9
기초 현금	89	59	0	234	335
기말 현금	55	59	234	335	326
NOPLAT	183	101	105	189	263
FCF	178	-51	-47	24	228

주: 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 자료: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	763	639	586	584	657
현금및현금성자산	55	59	234	335	326
매출채권 및 기타채권	83	82	91	107	130
재고자산	2	1	1	2	2
기타유동자산	623	497	259	140	199
비유동자산	284	474	626	823	1,023
유형자산	189	366	508	658	671
관계기업투자금	11	14	14	14	14
기타금융자산	38	22	38	91	282
기타비유동자산	46	72	66	60	55
자산총계	1,046	1,113	1,211	1,407	1,679
유동부채	168	199	186	186	186
매입채무 및 기타채무	56	83	83	83	83
차입금	0	12	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	112	103	103	103	103
비유동부채	67	46	50	55	59
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	4	0	0	0	0
기타비유동부채	63	46	50	55	59
부채총계	235	245	236	241	246
자본지분	798	856	961	1,149	1,413
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	212	221	221	221	221
이익잉여금	675	725	830	1,019	1,282
기타자본변동	-103	-106	-106	-106	-106
비지배지분	14	13	14	17	21
자본총계	812	868	975	1,166	1,434
총차입금	4	12	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	7,656	5,529	5,346	9,156	12,620
PER	27.2	55.6	28.2	15.9	11.5
BPS	36,601	39,157	43,958	52,571	64,646
PBR	5.7	7.9	3.4	2.8	2.3
EBITDAPS	12,364	7,355	7,605	12,828	17,401
EV/EBITDA	14.5	38.7	17.1	9.8	7.1
SPS	29,852	27,895	32,820	39,837	48,958
PSR	7.0	11.0	4.6	3.7	3.0
CFPS	8,161	-2,342	-2,151	1,079	10,445
DPS	600	600	600	600	600

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	2.4	-6.3	17.8	21.4	22.9
영업이익 증가율	3.6	-44.3	3.4	80.8	39.2
순이익 증가율	-11.1	-29.7	-0.7	71.3	37.8
수익성					
ROIC	155.6	44.5	27.0	34.8	41.0
ROA	17.6	11.2	10.0	15.3	17.9
ROE	23.3	14.6	12.9	19.0	21.5
안정성					
부채비율	28.9	28.2	24.3	20.7	17.1
순차입금비율	0.4	1.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율	366.1	178.1	133.6	184.3	256.4

게임빌 063080

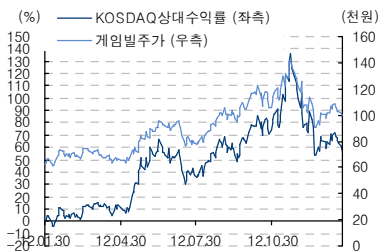
Jan 23, 2013

Buy [유지]
TP 153,000원 [유지]

Company Data

현재가(01/22)	99,600 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	142,700 원
52 주 최저가(보통주)	60,600 원
KOSPI (01/22)	1,996.52p
KOSDAQ (01/22)	516.59p
자본금	28 억원
시가총액	5,529 억원
발행주식수(보통주)	555 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	15.3 만주
평균거래대금(60 일)	153 억원
외국인지분(보통주)	22.11%
주요주주	
송병준 외 5 인	33.22%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.2%	19.6%	63.0%
상대주가	2.0%	11.5%	61.6%

모바일게임 top tier

기존 투자 의견 매수와 목표주가 153,000원 유지

게임빌에 대한 기존 투자 의견 매수와 목표주가 153,000원을 유지함. 동사는 모바일게임 업종 top tier로서 가장 바람직한 성장모형을 보여주고 있는 것으로 판단

4Q 실적은 예상치 부합: 분기 최초 200억원 매출 시현할 듯

4Q 실적은 직전 보고서에서 예상하였던 분기 매출 200억원을 처음으로 시현하게 될 가능성이 높음. 초기 성장을 이끌었던 top 4 게임에 이어 차기 주력 게임들이 견조하게 받쳐주며 성장을 견인. 카카오톡 라인 등 IMM 플랫폼 대응은 +알파.

자체 플랫폼의 강화: 가장 바람직한 성장 모델

동사는 모바일게임 업종 내에서 막강한 자체 고객 DB와 DAU를 바탕으로 하드로 어 고객을 몰아버시키며 안정적으로 성장해가는 가장 이상적인 모델을 지속적으로 강화하고 있음. 여기에 타 플랫폼을 통한 라이트 성향의 유저 추가 확보는 고객 포트폴리오 측면의 레벨업. 안정적인 성장 가능성이 가장 높은 모바일게임 주식임

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2010.12	2011.12	2012.12E	2013.12E	2014.12E
매출액 (십억원)	30.6	42.8	68.6	91.8	105.8
YoY(%)	NA	39.6	60.6	33.7	15.3
영업이익 (십억원)	15.6	17.5	25.6	29.0	31.8
OP 마진(%)	51.1	40.9	37.3	31.6	30.0
순이익 (십억원)	14.8	16.1	23.4	27.2	29.2
EPS(원)	2,682	2,909	4,230	4,914	5,269
YoY(%)	0.0	8.5	45.4	16.2	7.2
PER(배)	10.2	23.4	23.8	20.3	18.9
PCR(배)	9.1	20.2	18.4	16.4	15.1
PBR(배)	2.8	5.5	6.1	4.6	3.7
EV/EBITDA(배)	6.3	17.3	18.4	15.4	13.4
ROE(%)	55.4	26.5	29.3	25.9	21.9



| 인터넷/게임/미디어 |

수석연구원 이대우

3771-9252

dlee0724@iprovest.com

[게임빌 063080]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	31	43	69	92	106
매출원가	5	9	15	21	26
매출총이익	26	33	54	71	80
기타영업손익	10	16	28	42	48
판관비	10	16	29	42	48
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	0	1	0	0
영업이익	16	17	26	29	32
조정영업이익	16	18	25	29	32
EBITDA	16	19	26	30	32
영업외손익	2	2	3	5	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	2	3	4	5
금융비용	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	17	20	29	34	37
법인세비용	3	4	5	6	8
계속사업순이익	15	16	23	27	29
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15	16	23	27	29
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	15	16	23	27	29
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	15	16	23	27	29
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	15	16	23	27	29

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	12	18	20	24	28
당기순이익	15	16	23	27	29
비현금항목의 가감	2	3	3	2	3
감가상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	3	3	2	3
자산부채의 증감	-3	0	-4	-3	-2
기타현금흐름	-1	-1	-2	-2	-3
투자활동 현금흐름	-13	-1	3	4	2
투자자산	-1	-2	-2	-2	-2
유형자산	0	-2	0	0	0
기타	-13	3	5	6	4
재무활동 현금흐름	0	-2	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	-2	0	0	0
현금의 증감	-1	15	22	27	29
기초 현금	3	2	17	39	66
기말 현금	2	17	39	66	95
NOPLAT	13	14	21	24	25
FCF	11	13	18	21	24

주: 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 자료: 게임빌, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	54	67	88	115	143
현금및현금성자산	2	17	39	66	95
매출채권 및 기타채권	6	9	14	19	21
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	46	40	35	31	27
비유동자산	5	11	13	13	14
유형자산	3	5	5	4	4
관계기업투자금	0	2	4	6	7
기타금융자산	1	1	1	1	1
기타비유동자산	1	3	3	2	2
자산총계	59	78	101	128	157
유동부채	4	8	8	8	8
매입채무 및 기타채무	2	6	6	6	6
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	2	2	2	2	2
비유동부채	2	2	2	2	2
차입금	1	1	1	1	1
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1	1
부채총계	6	10	9	9	9
자본지분	53	68	92	119	148
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	15	15	15	15	15
이익잉여금	36	52	75	103	132
기타자본변동	0	-1	-1	-1	-1
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	53	68	92	119	148
총차입금	1	1	1	1	1

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	2,682	2,909	4,230	4,914	5,269
PER	10.2	23.4	23.8	20.3	18.9
BPS	9,676	12,323	16,553	21,467	26,736
PBR	2.8	5.5	6.1	4.6	3.7
EBITDAPS	2,989	3,352	4,770	5,366	5,842
EV/EBITDA	6.3	17.3	18.4	15.4	13.4
SPS	5,550	7,725	12,388	16,567	19,100
PSR	4.9	8.8	8.1	6.0	5.2
CFPS	2,037	2,407	3,222	3,759	4,336
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	NA	39.6	60.6	33.7	15.3
영업이익 증가율	NA	11.9	46.3	13.5	9.5
순이익 증가율	NA	8.8	45.6	16.2	7.2
수익성					
ROIC	392.7	162.6	163.6	144.4	133.4
ROA	50.1	23.5	26.2	23.8	20.4
ROE	55.4	26.5	29.3	25.9	21.9
안정성					
부채비율	10.6	14.1	10.1	7.8	6.3
순차입금비율	2.5	1.4	0.8	0.6	0.5
이자보상배율	234.6	344.0	713.1	809.2	885.9

컴투스 078340

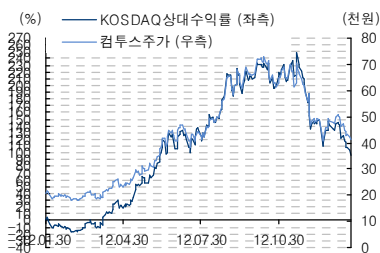
Jan 23, 2013

Buy [유지]
TP 65,000원 [하향]

Company Data

현재가(01/22)	41,350 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	73,000 원
52 주 최저가(보통주)	18,200 원
KOSPI (01/22)	1,996.52p
KOSDAQ (01/22)	516.59p
자본금	50 억원
시가총액	4,171 억원
발행주식수(보통주)	1,009 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	46.2 만주
평균거래대금(60 일)	217 억원
외국인지분(보통주)	15.72%
주요주주	
이영일 외 7 인	21.51%
Storm Venture Associates 2 LLC 외 1 인	7.66%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.4%	-4.2%	82.2%
상대주가	-7.8%	-10.6%	80.6%

아쉬운 선택

투자 의견 매수 유지, 그러나 목표주가는 하향

컴투스에 대한 기존 투자 의견 매수를 유지하나 목표주가는 최근 발생한 펀더멘털 상의 우려요인을 감안, 기존 81,000원에서 65,000원으로 하향함

4Q 실적은 시장 기대에 못미쳐

동사의 4Q 실적은 시장 기대에 크게 못미치는 수준이 될 것으로 추정. 예정돼 있던 신작 게임 출시가 다음 분기로 미뤄지고 카카오톡 수수료 부담 확대에 외형 및 수익성 악화.

카카오톡 전력 대응이라는 실망스러운 선택

동사의 예정돼 있던 신작 게임 출시가 미뤄진 것은 동사가 카카오톡 게임센터형 게임 준비에 전력을 기울인 데 따른 것으로 1Q13 신작 출시 효과 기대감은 유효. 그러나 게임빌과 더불어 막강한 자체 플랫폼을 자랑하던 동사가 카카오톡 대응으로 자체 플랫폼의 기반이 약화되는 조짐은 우려사항. 올해 신규 출시 게임의 절반 가까이 카카오톡 게임이라는 점은 우려가 일시적 요인으로 그치지 않을 가능성이 있음을 시사.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2010.12	2011.12	2012.12E	2013.12E	2014.12E
매출액 (십억원)	0.0	36.2	76.6	113.6	136.5
YoY(%)	NA	NA	111.4	48.3	20.1
영업이익 (십억원)	0.0	3.0	15.6	31.6	45.8
OP 마진(%)	0.0	8.2	20.4	27.8	33.6
순이익 (십억원)	0.0	4.1	20.4	26.9	36.5
EPS(원)	0	411	2,022	2,666	3,615
YoY(%)	0.0	0.0	391.8	31.9	35.6
PER(배)	0.0	53.5	24.0	15.5	11.4
PCR(배)	0.0	44.5	18.1	13.2	9.2
PBR(배)	0.0	3.2	5.4	3.6	2.7
EV/EBITDA(배)	0.0	41.8	23.6	10.0	6.5
ROE(%)	0.0	11.8	25.4	25.9	26.9



| 인터넷/게임/미디어 |

수석연구원 이대우

3771-9252

dlee0724@ipovest.com

[컴투스 078340]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	0	36	77	114	136
매출원가	0	15	24	29	31
매출총이익	0	21	53	84	106
기타영업손익	0	18	37	53	60
판관비	0	18	38	53	63
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	0	1	0	3
영업이익	0	3	16	32	46
조정영업이익	0	3	15	32	43
EBITDA	0	4	18	35	51
영업외손익	0	2	8	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	2	8	1	1
금융비용	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	0	5	24	32	47
법인세비용	0	0	3	6	10
계속사업순이익	0	4	20	27	36
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	4	20	27	36
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	0	4	20	27	36
매도가능금융자산평가	0	3	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	0	7	20	27	37
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	7	20	27	37

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	0	2	17	21	31
당기순이익	0	4	20	27	36
비현금항목의 가감	0	1	5	8	14
감가상각비	0	1	1	2	3
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	4	6	12
자산부채의 증감	0	-3	-6	-10	-10
기타현금흐름	0	0	-2	-5	-9
투자활동 현금흐름	0	-3	-5	-14	-16
투자자산	0	-2	-2	-2	-2
유형자산	0	-1	-5	-6	-6
기타	0	0	3	-6	-8
재무활동 현금흐름	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	0	-1	13	4	12
기초 현금	0	4	3	16	21
기말 현금	0	3	16	21	33
NOPLAT	0	3	13	26	36
FCF	0	1	5	14	24

주: 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 자료: 컴투스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	0	50	71	92	123
현금및현금성자산	0	3	16	21	33
매출채권 및 기타채권	0	9	14	23	31
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	0	38	40	48	59
비유동자산	0	25	27	34	41
유형자산	0	3	3	7	10
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	0	18	21	23	25
기타비유동자산	0	4	4	4	5
자산총계	0	75	98	126	163
유동부채	0	5	8	9	10
매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	0	5	7	8	9
비유동부채	0	0	0	0	0
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	0	5	8	9	10
자본지분	0	70	90	117	154
자본금	0	5	5	5	5
자본잉여금	0	26	26	26	26
이익잉여금	0	38	58	85	122
기타자본변동	0	-3	-3	-3	-3
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	70	90	117	154
총차입금	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	0	411	2,022	2,666	3,615
PER	0.0	53.5	24.0	15.5	11.4
BPS	0	6,940	8,962	11,628	15,243
PBR	0.0	3.2	5.4	3.6	2.7
EBITDAPS	0	435	1,831	3,486	5,017
EV/EBITDA	0.0	41.8	23.6	10.0	6.5
SPS	0	3,591	7,593	11,263	13,529
PSR	0.0	6.1	6.4	3.7	3.1
CFPS	0	86	476	1,384	2,411
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	NA	NA	111.4	48.3	20.1
영업이익 증가율	NA	NA	423.3	102.0	45.1
순이익 증가율	NA	NA	391.8	31.9	35.6
수익성					
ROIC	0.0	44.1	95.2	118.4	101.9
ROA	0.0	11.0	23.5	24.0	25.2
ROE	0.0	11.8	25.4	25.9	26.9
안정성					
부채비율	0.0	7.5	8.5	7.4	6.3
순차입금비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	98.7	143.2

NHN 035420

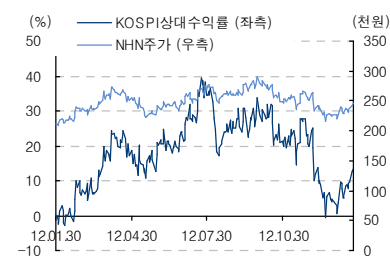
Jan 23, 2013

Buy [유지]
TP 342,000원 [유지]

Company Data

현재가(01/22)	246,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	290,500 원
52 주 최저가(보통주)	210,000 원
KOSPI (01/22)	1,996.52p
KOSDAQ (01/22)	516.59p
자본금	241 억원
시가총액	118,635 억원
발행주식수(보통주)	4,813 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	23.5 만주
평균거래대금(60 일)	546 억원
외국인지분(보통주)	53.66%
주요주주	
국민연금공단	9.25%
이해진 외 6 인	9.25%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.6%	-7.3%	10.3%
상대주가	7.7%	-15.4%	7.7%

인터넷 업종 top tier

기존 투자 의견 매수와 목표주가 342,000원 유지

동사에 대한 기존 투자 의견 매수와 목표주가 342,000원을 유지함. 경기침체 영향이 이어지고 있으나 인터넷포털의 광고플랫폼으로서의 가치는 지속적으로 제고되는 가운데 동사는 업계 리더의 지위를 이변이 없는 한 지속할 듯

4Q 실적은 기존 예상치에 약간 못미치는 수준

동사의 4Q 실적은 1) 경기침체 영향이 이어지며 검색쿼리의 축소 등 영향이 있었고 2) 게임업종 규제 영향으로 고평류 게임의 실적 부진 등이 복합적으로 영업수익에 영향을 미친 것으로 판단. 그러나 광고주풀의 지속적인 확대와 디스플레이광고의 견조한 성장이 이어지고 있고 라인을 비롯한 해외발 성장세가 지속되고 있음

인터넷 포털의 광고 플랫폼으로서의 가치는 지속 제고 중

검색쿼리의 감소에도 불구하고 광고주풀의 지속적인 확대와 광고 단가의 지속적인 상승이 외형 및 이익 성장을 이어주고 있음은 인터넷 포털이 기존 정보 검색의 창구 역할에서 광고 플랫폼으로서의 성격이 강화되고 있음을 보여주어주고 있음. 당분간 이러한 경향은 이어질 전망. 그리고 라인이 플랫폼으로서의 가치를 지속적으로 더할 것으로 예상되는 가운데 해외발 성장이 성장세를 더해주고 있음

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2010.12	2011.12	2012.12E	2013.12E	2014.12E
매출액 (십억원)	1,772.7	2,121.3	2,372.2	2,724.5	2,977.4
YoY(%)	10.9	19.7	11.8	14.9	9.3
영업이익 (십억원)	624.7	620.4	645.4	813.3	875.7
OP 마진(%)	35.2	29.2	27.2	29.9	29.4
순이익 (십억원)	494.7	452.1	509.1	637.0	695.5
EPS(원)	10,269	9,350	10,528	13,173	14,383
YoY(%)	17.4	-8.9	12.6	25.1	9.2
PER(배)	22.1	22.6	21.6	18.7	17.1
PCR(배)	18.0	13.8	17.5	14.1	13.1
PBR(배)	8.0	6.4	5.3	4.4	3.6
EV/EBITDA(배)	14.4	13.1	13.2	11.2	9.9
ROE(%)	42.1	30.6	27.9	26.8	23.0



| 인터넷/게임/미디어 |

수석연구원 이대우

3771-9252

dlee0724@iprovest.com

[NHN 035420]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,773	2,121	2,372	2,725	2,977
매출원가	833	0	0	0	0
매출총이익	939	2,121	2,372	2,725	2,977
기타영업손익	315	1,501	1,727	1,911	2,102
판관비	315	1,465	1,674	1,855	2,040
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	-36	-53	-57	-62
영업이익	625	620	645	813	876
조정영업이익	625	656	699	870	937
EBITDA	714	709	747	930	1,005
영업외손익	19	12	49	58	75
관계기업손익	17	1	0	0	0
금융수익	38	64	109	112	120
금융비용	-18	-52	-60	-54	-45
기타	-18	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	644	632	694	871	951
법인세비용	144	180	185	234	256
계속사업순이익	460	452	509	637	696
중단사업순이익	34	0	0	0	0
당기순이익	495	452	509	637	696
비지배지분순이익	1	2	2	3	3
지배지분순이익	494	450	507	634	692
매도가능금융자산평가	0	-1	0	0	0
기타포괄이익	0	-14	0	0	0
포괄순이익	495	438	509	637	696
비지배지분포괄이익	0	2	2	3	3
지배지분포괄이익	495	436	507	634	692

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	569	418	596	735	811
당기순이익	495	452	509	637	696
비현금항목의 가감	114	286	293	356	377
감가상각비	72	70	75	84	92
외환손익	0	4	0	0	0
지분법평가손익	-17	-1	0	0	0
기타	59	213	218	272	285
자산부채의 증감	-40	-169	-61	-65	-61
기타현금흐름	0	-151	-145	-193	-201
투자활동 현금흐름	-416	-318	-485	-380	-364
투자자산	-138	-74	-135	-135	-135
유형자산	-119	-122	-230	-110	-120
기타	-159	-122	-120	-135	-109
재무활동 현금흐름	-57	-189	-136	-197	-227
단기차입금	-18	2	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	79	-10	-10	-10	-10
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-150	-200	-230
기타	-119	-182	24	13	13
현금의 증감	26	-89	58	291	384
기초 현금	524	555	466	524	815
기말 현금	550	466	524	815	1,198
NOPLAT	485	444	473	595	640
FCF	415	241	284	536	589

주: 2010 년 이전은 K-GAAP 기준, 자료: NHN, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	1,140	1,431	1,611	2,050	2,545
현금및현금성자산	550	466	524	815	1,198
매출채권 및 기타채권	169	237	264	301	327
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	422	728	824	935	1,019
비유동자산	836	942	1,285	1,495	1,700
유형자산	329	384	538	564	592
관계기업투자금	145	99	148	198	248
기타금융자산	183	205	290	376	461
기타비유동자산	179	254	308	357	399
자산총계	1,976	2,373	2,897	3,544	4,245
유동부채	390	533	578	619	655
매입채무 및 기타채무	212	277	293	314	330
차입금	23	74	74	74	74
유동성채무	9	0	11	11	11
기타유동부채	147	182	201	221	241
비유동부채	220	262	258	253	250
차입금	94	147	138	128	119
전환증권	100	0	0	0	0
기타비유동부채	25	115	120	125	131
부채총계	610	795	836	873	904
자본지분	1,366	1,578	2,061	2,671	3,340
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	194	195	195	195	195
이익잉여금	1,788	2,171	2,654	3,265	3,933
기타자본변동	-671	-841	-841	-841	-841
비지배지분	0	0	0	1	1
자본총계	1,366	1,578	2,061	2,672	3,340
총차입금	226	221	222	213	203

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	10,269	9,350	10,528	13,173	14,383
PER	22.1	22.6	21.6	18.7	17.1
BPS	28,384	32,778	42,816	55,500	69,393
PBR	8.0	6.4	5.3	4.4	3.6
EBITDAPS	14,827	14,725	15,519	19,324	20,889
EV/EBITDA	14.4	13.1	13.2	11.2	9.9
SPS	36,833	44,077	49,290	56,611	61,865
PSR	6.2	4.8	4.6	4.4	4.0
CFPS	8,620	5,006	5,898	11,137	12,237
DPS	0	536	536	536	536

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	10.9	19.7	11.8	14.9	9.3
영업이익 증가율	7.9	-0.7	4.0	26.0	7.7
순이익 증가율	17.1	-8.6	12.6	25.1	9.2
수익성					
ROIC	147.4	119.3	97.5	96.7	94.8
ROA	27.6	20.7	19.2	19.7	17.8
ROE	42.1	30.6	27.9	26.8	23.0
안정성					
부채비율	44.6	50.4	40.5	32.7	27.1
순차입금비율	11.4	9.3	7.7	6.0	4.8
이자보상배율	84.0	52.9	17.6	20.9	27.0

다음 035720

Jan 23, 2013

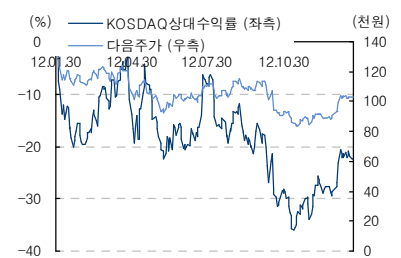
Buy [유지]

TP 140,000원 [유지]

Company Data

현재가(01/22)	103,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	131,900 원
52 주 최저가(보통주)	84,000 원
KOSPI (01/22)	1,996.52p
KOSDAQ (01/22)	516.59p
자본금	68 억원
시가총액	13,910 억원
발행주식수(보통주)	1,350 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	8.8 만주
평균거래대금(60 일)	87 억원
외국인지분(보통주)	52.31%
주요주주	
이재웅 외 3 인	16.28%
The Capital Group Companies, Inc.	외 43.인 11.52%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.9%	-0.5%	-19.5%
상대주가	7.2%	-7.2%	-20.2%

오버추어와의 결별, 결국은 약이 될 것

기존 투자의견 매수와 목표주가 140,000원 유지

다음에 대한 투자의견 매수와 목표주가 140,000원을 유지함. 오버추어와의 결별이 한때 시장의 우려를 자아냈으나 빠르게 회복하는 모습을 보여주며 주가가 안정화 국면으로 접어들고 있음

4Q 실적은 기대에 다소 못미치나

동사의 4Q 실적은 NHN과 마찬가지로 경기침체 영향이 있었으며 오버추어와의 결별에 따른 오버추어측 광고단가 인하 영향으로 기대에 다소 못미치는 수준. 그러나 일시적인 실적 하향에도 불구하고 자체 검색광고 사업은 빠르게 자리를 잡아가고 있는 것으로 판단

광고주들의 단일화 효과, 시장의 예상보다 빠르게 나타날 듯

기존 오버추어와 다음자체로 나뉘어 있던 광고주들이 하나로 통합되면서 강화되는 비딩 효과에 의한 광고단가 인상 효과가 시장의 예상보다 빠르게 현실화될 가능성이 높아지고 있는 것으로 판단. 영업인력 확충 등 단기 비용 측면 고려로 2013년 어닝 추정은 다소 하향하나 2014년 이후 레벨업 기대. 중기 모멘텀 확보로 valuation 측면도 매력포인트가 될 듯.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2010.12	2011.12	2012.12E	2013.12E	2014.12E
매출액 (십억원)	345.5	421.3	455.2	534.1	599.2
YoY(%)	26.0	21.9	8.1	17.3	12.2
영업이익 (십억원)	97.6	113.8	106.9	117.5	155.2
OP 마진(%)	28.3	27.0	23.5	22.0	25.9
순이익 (십억원)	111.7	108.0	89.6	101.7	133.7
EPS(원)	8,444	8,079	6,660	7,562	9,934
YoY(%)	237.6	-4.3	-17.6	13.6	31.4
PER(배)	9.1	14.9	13.7	13.6	10.4
PCR(배)	7.2	11.3	8.6	7.5	6.2
PBR(배)	2.9	3.5	2.3	2.3	1.9
EV/EBITDA(배)	6.8	9.8	6.8	6.7	5.0
ROE(%)	39.8	26.9	18.3	18.0	20.2



| 인터넷/게임/미디어 |

수석연구원 이대우

3771-9252

dlee0724@iprovst.com

[다음 035720]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	345	421	455	534	599
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	345	421	455	534	599
기타영업손익	248	307	348	417	444
판관비	248	305	346	410	435
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	-2	-3	-7	-9
영업이익	98	114	107	117	155
조정영업이익	98	116	110	124	164
EBITDA	122	141	142	161	196
영업외손익	-1	14	9	15	18
관계기업손익	3	0	-1	0	0
금융수익	5	17	15	20	23
금융비용	-3	-3	-5	-5	-5
기타	-5	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	97	127	116	132	174
법인세비용	25	28	27	30	40
계속사업순이익	72	100	90	102	134
중단사업순이익	40	8	0	0	0
당기순이익	112	108	90	102	134
비지배지분순이익	0	-1	0	0	0
지배지분순이익	112	108	90	102	134
매도가능금융자산평가	0	7	7	7	7
기타포괄이익	0	-2	-7	-7	-7
포괄순이익	112	113	90	102	134
비지배지분포괄이익	0	-1	0	0	0
지배지분포괄이익	112	114	90	102	134

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	134	112	121	134	165
당기순이익	112	108	90	102	134
비현금항목의 가감	30	35	52	62	65
감가상각비	17	19	28	35	31
외환손익	0	-1	0	0	0
지분법평가손익	-3	0	1	0	0
기타	16	17	23	27	34
자산부채의 증감	-7	-26	-5	-12	-9
기타현금흐름	0	-5	-16	-18	-24
투자활동 현금흐름	-82	-115	-88	-97	-94
투자자산	27	-23	2	2	2
유형자산	-27	-43	-43	-45	-35
기타	-82	-49	-47	-53	-60
재무활동 현금흐름	-5	-13	-10	-10	-10
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-10	-22	-22	-22
기타	-5	-3	12	12	12
현금의 증감	17	-16	9	11	48
기초 현금	77	97	81	90	102
기말 현금	93	81	90	102	149
NOPLAT	72	89	82	90	120
FCF	62	47	70	78	116

주: 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 자료: 다음, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	294	324	369	429	531
현금및현금성자산	93	81	90	102	149
매출채권 및 기타채권	83	82	88	101	112
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	117	161	191	226	269
비유동자산	154	235	260	282	296
유형자산	64	89	104	114	118
관계기업투자금	6	15	15	15	15
기타금융자산	32	24	24	24	24
기타비유동자산	52	106	117	129	139
자산총계	448	559	629	712	827
유동부채	90	94	95	97	98
매입채무 및 기타채무	38	44	45	47	48
차입금	0	1	1	1	1
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	52	50	50	50	50
비유동부채	7	8	9	10	11
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	8	9	10	11
부채총계	97	102	104	107	110
자배지분	351	457	525	605	717
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	157	177	177	177	177
이익잉여금	177	266	334	414	526
기타자본변동	8	-2	-2	-2	-2
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	351	456	525	605	717
총차입금	0	1	1	1	1

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	8,444	8,079	6,660	7,562	9,934
PER	9.1	14.9	13.7	13.6	10.4
BPS	26,292	33,930	38,985	44,945	53,277
PBR	2.9	3.5	2.3	2.3	1.9
EBITDAPS	9,197	10,488	10,585	11,974	14,546
EV/EBITDA	6.8	9.8	6.8	6.7	5.0
SPS	26,124	31,375	33,833	39,700	44,536
PSR	3.0	3.8	2.7	2.6	2.3
CFPS	4,715	3,524	5,208	5,761	8,586
DPS	749	1,607	1,607	1,607	1,607

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	26.0	21.9	8.1	17.3	12.2
영업이익 증가율	121.7	16.6	-6.1	9.9	32.2
순이익 증가율	244.1	-3.3	-17.0	13.6	31.4
수익성					
ROIC	91.8	79.6	56.5	52.6	61.7
ROA	29.5	21.5	15.1	15.2	17.4
ROE	39.8	26.9	18.3	18.0	20.2
안정성					
부채비율	27.6	22.5	19.8	17.7	15.3
순차입금비율	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율	247.3	2,836.2	166.2	46.6	61.6

엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2011.06.26	매수	340,000			
2011.11.14	매수	440,000			
(담 당 자 변경)					
2012.06.18	매수	440,000			
2012.07.17	매수	440,000			
2012.08.09	매수	440,000			
2012.10.19	매수	440,000			
2012.11.08	매수	440,000			
2012.11.12	적극매수	440,000			
2013.01.23	적극매수	320,000			

게임빌 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2012.06.18	매수	123,000			
2012.08.14	매수	123,000			
2012.10.19	매수	123,000			
2012.11.12	매수	131,000			
2012.11.15	매수	153,000			
2013.01.23	매수	153,000			

컴투스 최근 2년간 목표주가 변동추이

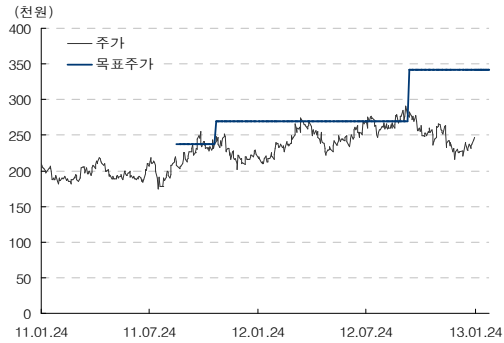


자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2012.01.16	매수	35,000			
2012.01.26	매수	35,000			
(담 당 자 변경)					
2012.08.08	매수	68,000			
2012.10.19	매수	81,000			
2012.11.06	매수	81,000			
2012.11.12	매수	81,000			
2013.01.23	매수	65,000			

NHN 최근 2년간 목표주가 변동추이

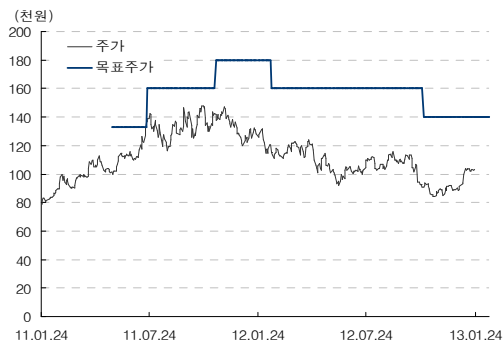


자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2011.09.09	매수	237,000			
2011.11.14	매수	270,000			
2012.02.10	매수	270,000			
(담당자 변경)					
2012.10.04	매수	342,000			
2012.11.09	매수	342,000			
2012.11.12	매수	342,000			
2013.01.23	매수	342,000			

다음 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2011.05.23	매수	133,000			
2011.06.27	매수	133,000			
2011.07.21	매수	160,000			
2011.11.14	매수	180,000			
2012.02.15	매수	160,000			
(담당자 변경)					
2012.10.29	매수	140,000			
2012.11.12	매수	140,000			
2013.01.23	매수	140,000			

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사항목 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자지침 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%